

# 「総合デフレ対策」と「金融再生プログラム」の効果と評価（下） = 不良債権処理と産業再生の行方 =

法政大学教授 林 直嗣

『経営志林』法政大学経営学会 40 巻 2 号、2003 年 7 月、pp.105-116

## 目次

- 1 . はじめに = 総合デフレ対策の骨子 =
- 2 . 不良債権の分類と推移
- 3 . 税効果会計の見直し
- 4 . 資産査定 of 厳格化
- 5 . 公的資金の注入と普通株転換による国有化
- 6 . 中小企業金融
- 7 . 産業・企業再生策
- 8 . 構造改革加速策とセーフティネットの拡充  
(以下本号)
- 9 . 総合デフレ対策の効果と評価

## 9 . 総合デフレ対策の効果と評価

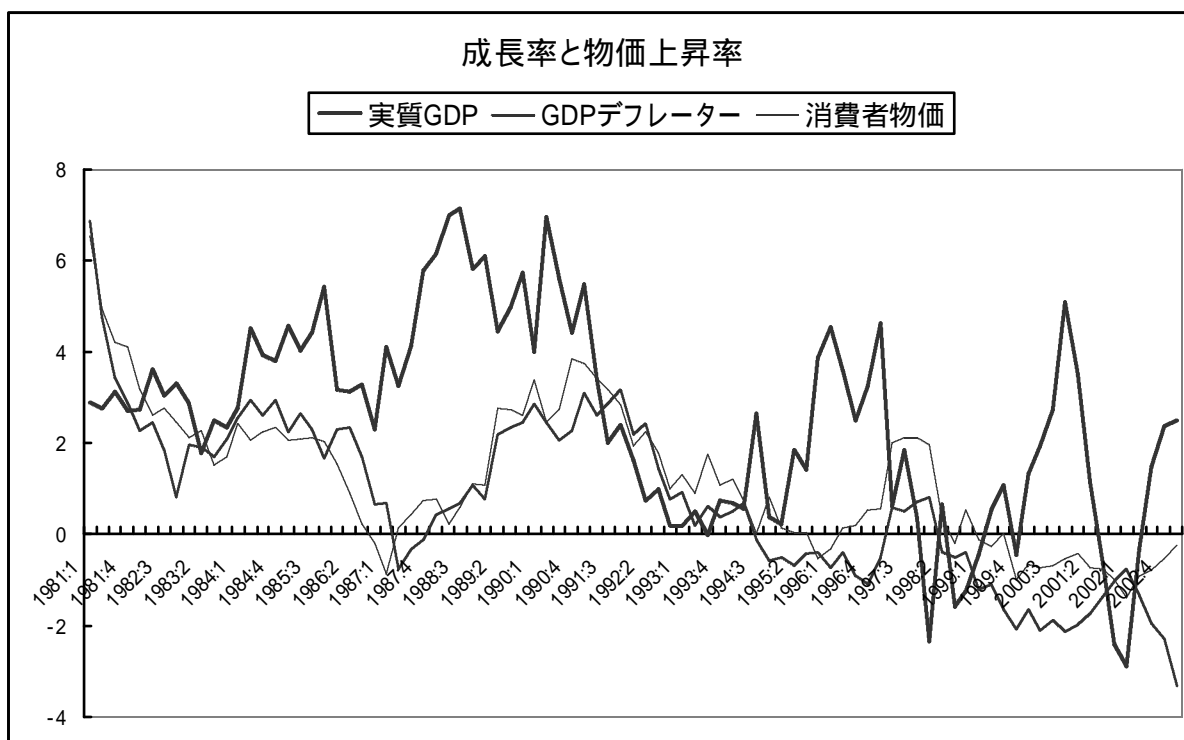
### 9 . 1 . デフレ不況と一体的・総合的対策の必要性

90 年のバブル崩壊後、株価や地価など資産価格が暴落し、資産デフレが進行した。一般物価水準も上昇率が低落し、94 年からは GDP デフレーターがマイナスに転じ、97 年からは消費者物価がマイナスとなり、デフレが深刻化してきた。資産デフレは担保価値の下落を通じて不良債権を増大させ、また一般デフレも企業業績の悪化を通じて不良債権を増大させた。不良債権の増大は、金融機関の自己資本比率を低下させ、BIS 規制下では貸出債権の圧縮を通じて民間設備投資の減退、さらには個人消費の停滞をもたらし、デフレを加速した。

Fisher (1933) の古典的な分析によれば、大恐慌時には通貨当局が金融緩和を目的に通貨供給量を増加させても、過剰な不良債権 = 不良債務が存在するために、債務弁済が優先され、預金通貨は却って縮小する結果、通貨は退蔵され、通貨流通速度は低下する。これが信用創造機能を麻痺させ、一般物価を低下させて、デフレを悪化させることから、こうしたデフレを「負債デフレーション (debt deflation)」と呼んだ。ケインズが「流動性の罠」と呼んだ現象を一早く指摘し、「デット・デフレ」の危険性に警鐘を鳴らした。日本の現下のデフレはまさにデット・デフレの側面をもち、デフレが不良債権の原因となり、不良債権がデフレの原因となって、相互のフィードバック効果によりデフレはデフレ・スパイラルへと転化し、平成不況を未曾有の長期デフレ不況にした<sup>(17)</sup>。デフレが不良債権の原

因であるという一方向的因果論もその逆も、双方向的効果を見逃した誤解である。

( 図 3 ) 実質成長率と物価上昇率



( 出所 ) 内閣府 HP、総務省 HP、日本銀行統計月報及び日経 NEEDS のデータから作成。

日本でデフレ（物価下落）と不良債権の双方向的因果関係を統計的計量分析によって実証することは、データ整備が十分になされていない現状では、簡単ではない。1992(平成4)年度3月期決算から公表された銀行法準拠のリスク管理債権残高（全国銀行ベース）の2002年度3月期までの半期データを用いて、先決内生変数と外生変数とから説明されるVARモデルにより分析をしたところ、以下のような結果を得た。ただし内生変数は、LB=リスク管理債権残高の対数、LP=GDPデフレーター対数の対数、外生変数はLM2=M2+CDの対数とし、係数推定値の下のカッコ内の数値はt値である<sup>(18)</sup>。

$$\begin{aligned}
 LB = & -47.1886 + 0.776505LB(-1) - 0.366491LB(-2) - 0.052154LB(-3) - 0.149316LB(-4) + 0.172845LP(-1) \\
 & (-1.50117) \quad (2.79434) \quad (-1.12284) \quad (-.189425) \quad (-.824416) \quad (4.48822) \\
 & -22.3432LP(-2) - 1.61569LP(-3) + 10.0475LP(-4) + 2.66361LM2 \\
 & (-3.35446) \quad (-.216391) \quad (1.44150) \quad (1.47267) \\
 \text{Adjusted R-squared} = & .849140, \quad \text{Durbin-Watson} = 2.73126
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 LP = & 2.93732 - 0.022633LB(-1) + 0.0060106LB(-2) - 0.010761LB(-3) + 0.015102LB(-4) + 0.270537LP(-1) \\
 & (1.42743) \quad (-1.24421) \quad (.281308) \quad (-.597051) \quad (1.27375) \quad (1.07314) \\
 & + 0.774651LP(-2) - 0.281902LP(-3) + 0.028681LP(-4) - 0.117183LM2 \\
 & (1.77662) \quad (-.576755) \quad (.062858) \quad (-.989718)
 \end{aligned}$$

Adjusted R-squared = .935525, Durbin-Watson = 1.32209

これより少なくとも、物価下落（デフレ）は 2 期遅れで不良債権を有意に増大させる効果をもつ一方、不良債権の増大は 1 期遅れでデフレを有意にもたらず効果をもつとすることができる。

そのうえ日本経済は、グローバル化、高度情報化、少子・高齢化の中で、成長構造が大転換を遂げつつあるにも拘わらず、企業や政府がそれに十分対応できなかったために、制度疲労を起こして成長・再生の活力を失ってきた。したがってデフレが不良債権の原因となり、不良債権がデフレの原因となり、さらに制度疲労が足を引っ張っているので、単純なケインズの景気対策だけでも、不良債権処理だけでも、また構造改革だけでも、平成長期デフレ不況を克服することはできない。すでに 12 年間に 100 兆円を超える景気対策費等の財政支出が投入されたが、デフレ不況脱却の目途は全く立っていない。すべてを一体的に推進するまさに総合デフレ対策が必要である。よって不良債権処理と産業再生、および構造改革をすべて一体的に加速して実施しようとする方向性は、従来より一段と踏み込んだ強い政策姿勢と評価できる。

## 9.2. 新 BIS 規制と不良債権処理の不可避性

税効果会計の見直しを先送りするなど、不良債権処理は竹中原案より後退はした。しかし国際的には、日米欧の銀行監督当局で構成するバーゼル銀行監督委員会が、BIS 規制を現行より厳しくする改正案を 02 年 11 月初旬に各加盟国へ提出し、不良債権処理はさらに加速の方向にある。銀行の健全性を高めるために、リスクの大きい資産を抱える銀行ほど強い財務基盤を求め、貸出債権のリスクをきめ細かく自己資本比率の算定に反映させるものである。現行 BIS 規制では、企業向け貸出債権のリスクを一律に見て、いかなる債権でも融資額の 8% の自己資本を求めている。しかし改正案では、企業向け貸出債権を無担保大企業向け債権と不動産担保付きの中小企業向け債権に分け、それぞれ正常先債権、要注意先債権、要管理先以下の不良債権について、必要な自己資本を下の表のように段階的に設定する。無担保の大企業向け債権の不良債権は、従来比 5.6 倍もの自己資本を要求するなど、自己資本比率規制をさらに強化している。ただし中小企業向け融資については、中小企業の比率が高い日本とドイツの当局の要請を受けて、倍率を低めに設定してある。バーゼル委員会では 03 年後半にも最終決定をし、06 年末から一斉に実施する方針であり、不良債権が多い銀行は自己資本の大幅増強に迫られる。したがって仮に竹中原案通りに金融再生プログラムが提案されなかったとしても、新 BIS 規制により日本の銀行は向こう 2 ~ 3 年の間に不良債権処理をかなり進めておくことが迫られるのである。逆に言うと政府は新 BIS 規制改正案の動向を事前に知っていたはずであるから、それを踏まえて資産査定 of 厳格化などを織り込んだ金融再生プログラムを策定したとも言えよう。

(表 8) 新 BIS 規制改正案で必要な自己資本  
(現行 BIS 規制に対する倍率)

債務者区分	無担保の大企業向け債権	不動産担保付きの中小企業向け債権
正常先債権	0.15 ~ 1.5 倍	0.1 ~ 1 倍
要注意先債権	1.5 ~ 2 倍	1 ~ 1.3 倍
要管理先以下の不良債権	最大 5.6 倍	最大 4.4 倍

(注) 同じ区分でも融資先の健全度に応じて倍率は異なる。

(出所) 日本経済新聞、2002年11月10日号、1面

日本の大手銀行は、バブルの最中の1988年当時には預金残高ランキングでトップ10を独占し、国内では低金利、低自己資本比率、政府の過剰な庇護のもとで護送船団方式で守られながら、アメリカやヨーロッパの銀行を買収するなど、オーバー・プレゼンスぶりが目立った。87年に当時のアメリカ連邦準備制度理事会議長であったポール・ボルカーは、検討中のBIS規制は「日本の銀行との競争においてアメリカの銀行の懸念を和らげる」と指摘したが、実際BIS規制は邦銀のオーバー・プレゼンスに対するジャパン・バッシングの狙いが強かった。92年にグローバル基準として登場したBIS規制は、グローバル競争化の中で邦銀にグローバル企業への脱皮を求めた。しかし人為的低金利、低自己資本比率、護送船団方式の下で、間接金融優位方式、株式持ち合いのメインバンク方式を行ってきた日本の銀行にとって、BIS規制がもたらした大きな構造変化には、不良債権問題などバブル崩壊の後遺症もあって容易には対応できなかった。欧米の対日世界戦略に対抗して、邦銀がグローバル市場で生き残るためには、邦銀は国際業務部門を分離し、国内業務への影響を遮断する対応戦略をとることも一つの方法であった。しかし邦銀は的確な対応戦略を全くもたないまま、ずるずると長期停滞の泥沼に陥り込んでいった。

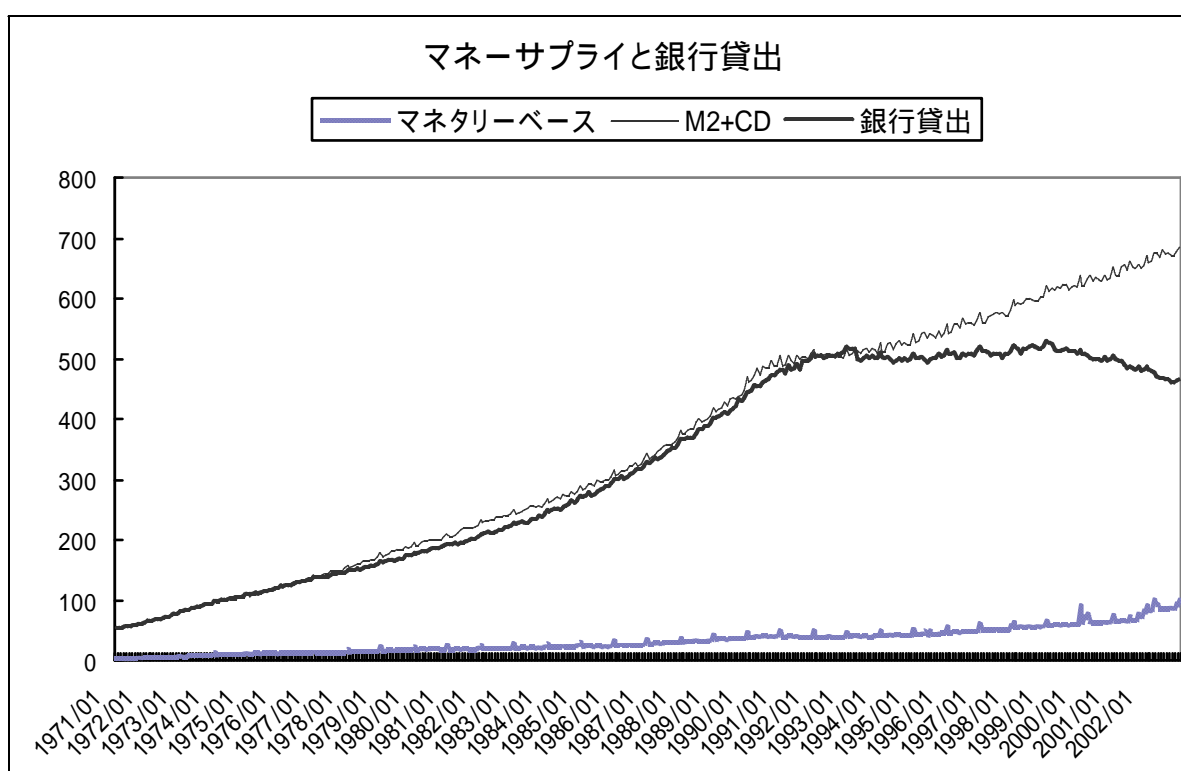
総合デフレ対策では、04年度には不良債権比率を現在の半分に下げることが目標としている。しかし信金等を含む銀行の貸出総額は現在約500兆円もあり、平時の適正GDP比率は0.6なので、約200兆円の過剰貸出が不良債権の温床としてあり、デフレの深化で銀行の資産圧縮が進めば不良債権はさらに顕在化してくる。金融庁の推定した問題債権総額は153兆円であるが、もっと増える可能性がある。銀行は過去10年間に82兆円の不良債権処理をしてきたが、それでもまだ推定残存額は大きいので、あと2年で解決できるはずはなく、さらに5年程度の長い視野で解決の展望を持つ必要がある。昭和バブルは60～100年に一度起こる歴史的な大バブルであり、その後遺症はあまりにも大きく、簡単には片づかない。

### 9.3. 金融政策の有効化

日銀が日銀貸出、買いオペ、国債買い切りオペ(毎月1兆円)等でベースマネーを潤沢に供給し、オーバーナイト・コールレートをほぼゼロ%に保つという超金融緩和をしても、市中銀行は日銀預け金を15兆円から20兆円にも達する勢いで積み上げたり、リスク資産に入らない安全な国債を買い込んだりするばかりで、市中銀行から企業への貸出や資金供

給は逆に減少傾向にある。投資の利子弾力性がほとんどゼロに近く、資金需要が冷え込んでいる不況下では、確かにケインズの「流動性トラップ (liquidity trap)」に嵌ってしまうが、資金供給側で銀行のディスインターメディエーション (disintermediation) により信用創造機能が麻痺している最大の原因は、膨大な不良債権の存在と自己資本比率規制である。こうしたデット・デフレの問題をクリアしてトランスミッション・メカニズムの正常化を図らない限りは、超金融緩和の政策効果はほとんど出てこない<sup>(19)</sup>。金融再生プログラムによる不良債権処理の加速は、短期的にはデフレ圧力をもつものの、中長期的には金融システムを安定化させ、金融仲介機能・信用創造機能を回復させ、金融政策の効果を徐々に回復させて行くであろう。

(図4) マネーサプライと銀行貸出 (単位：兆円)



(注) マネタリーベースと M2+CD は末残、銀行貸出はマネタリーサーベイの預金通貨銀行勘定の貸出で、いずれも原数。

(出所) 日本銀行統計月報及び日経 NEEDS のデータから作成。

一般物価の持続的下落という意味でのデフレは、まさに通貨価値の持続的上昇という貨幣的現象であり、通貨の番人としての中央銀行は通貨価値安定 = 物価安定を守る責務があるので、インフレのみならずデフレをも阻止しなければならない。しかしバブル期の日銀が資産インフレ阻止に無力であったように、現在の日銀はデフレ阻止とりわけ資産デフレやデット・デフレの阻止に対してほとんど無力である。日銀は、1980年代後半から資産インフレに気が付かずに、金利政策に拘りすぎて、安定的通貨供給政策を疎かにしたため、マネーサプライを過剰にし、資産インフレをさらに加速してバブルを誘発した。逆に 1990

年代に入ってからマネーサプライを急激に減少させ、デフレの深刻化を招いた。95年9月からは公定歩合をゼロ%台に引き下げ、超低金利政策を採用して、マネタリーベースを急激に増加させる政策に転換したが、金融仲介機能の麻痺のためマネーサプライはそれほどは増えず、銀行貸出はむしろ減少しており、金融緩和効果もほとんど出ていない。物価安定や経済安定のためには、金利動向に着目することは必要ではあるが、物価や景気と比較的密接に連動するマネーサプライの乱高下を避ける安定的通貨供給政策を金融政策の基本スタンスに据えることが最も重要である<sup>(20)</sup>。

また03年には「2003年問題」が起こり、東京都心部で大型オフィスビル供給が増え、賃貸料下落から不動産デフレはさらに悪化する懸念がある。12年も続く資産デフレの中では、デフレに弱い株式が売られ続けて相場が趨勢的に下落し、それがまた資産デフレを促すフィードバック効果を及ぼしている。反対にデフレに強い国債が買われ続けて相場上昇をしており、総合デフレ対策が発表された直後10月31日には短期的なデフレ圧力を反映してさらに上昇し、逆数である利回りは新発10年国債でついに1.0%を切った。したがって単にフロー面だけでなくストック面での物価安定を目指し、フロー均衡とストック均衡とを両立できる安定的通貨供給政策を確立するべきである。

こうした非常事態には、銀行より先の市中（企業や消費者）に出回るマネーを増やすように、銀行以外の市中からの買いオペを増強し、株式、上場投資信託、不動産投資信託などを銀行以外から積極的に買い上げて証券市場に資金注入をする非常時政策が必要である<sup>(21)</sup>。この非常時政策は時限付きで、直接金融が自発的に拡大するにつれて止めればよい。日銀の銀行保有株式買取は当初2兆円限定であり、一時的に銀行株価を上げる効果はあったが、すでにUFJ、みずほ、りそな等は暴落しており余り効果はない。03年3月に3兆円に増やしたものの、単なる銀行救済策ではあまり意味はなく、銀行組織全体の信用創造機能麻痺を是正する通貨供給政策へと改善するべきである。03年5月にはりそな銀行は繰り延べ税金資産の見直しに追い込まれ、破綻予防のために2兆円の公的資金注入を余儀なくされた。

01年3月に日銀は運営目標をコールレートから銀行準備に変更し、ゼロ金利政策から量的緩和政策に転換した。しかし市中マネーの増加をもたらさないマネーサプライ増加政策では、単に日銀預け金を無闇に積み増すだけで、信用創造機能麻痺を是正する効果はほとんどない。一般物価や資産価格の下落を抑止してデフレを食い止め、持続的かつ安定的な上昇を効果的にするためには、上述の方法による銀行以外の市中マネーの増加を目指す2~3%の安定的インフレ・ターゲット政策を、一般物価と資産価格の両方について採用することが有用である。日本では一般物価の動向だけでなく、とりわけ資産価格の動向を注視する必要がある。現在の量的緩和政策も「消費者物価上昇率を安定的にゼロ%以上となるまで継続する」ことにしているので、広義のインフレ・ターゲット政策といえなくもない。インフレ・ターゲット（目標）という言葉が一部に誤解を招きやすいとすれば、伊藤（2002a）のように「物価安定数値目標」とか、中原（2002）のように「物価安定目標付きマネタリーベース・コントロール」という表現もある<sup>(22)</sup>。ただしマネタリーベースとマネーサプライが乖離を起こしている現状では、中間目標（運営目標）としては物価により密接に連動するマネーサプライを採用するべきであろう。いずれにせよ中央銀行の最高目標は通貨価値の安定＝対内的には物価安定であるから、物価上昇（インフレ）のみな

らず物価下落（デフレ）を抑えて物価安定を達成することは、その最大の責務である。

1990年にインフレ目標を正式採用したニュージーランドでは、インフレもデフレも同様に回避するべきものと位置づけた。その後91年にカナダ、92年にイギリス、93年にスウェーデンとオーストラリアが相次いで導入し、アジアでは韓国やインドネシアが導入に踏み切った。実はすでに1931年にスウェーデンでは、デフレ阻止を金融政策の目標として「物価水準目標政策」を実施した経験がある。2003年1月の月例経済報告で内閣府は、この例を引いてデフレの恐怖が広がっている時にはインフレ期待を引き上げるためにインフレ目標を用いることができると指摘している。

直接的政策手段としてはマネタリーベースのコントロールにより、短期金融市場金利を注視しつつも、銀行準備やM1、とりわけM2 + CDなどのマネーサプライ（量的金融指標：monetary aggregates）を安定的に制御し、最終的には物価安定を達成することが目標である。新日銀法では日銀の最終目標として物価安定が定められたものの、具体的な数値目標を設定しない限りはいくらでも責任逃れを続けることができる。物価安定目標をある程度幅のある数値範囲として期間を区切って設定すれば、当然日銀に重い責任が発生し、その責任を果たせば国民の信認も厚くなり、金融政策の効果も強まる。しかし責任のないところには、信認も生まれにくい<sup>(23)</sup>。

#### 9.4. 財政政策は短期赤字でも長期均衡へ

バブル崩壊後の1990年度から2002年度までの13年間で、赤字国債（特例国債）だけでも累計135.7兆円が発行され、建設国債を含む国債発行総額では累計282.1兆円が発行され、景気対策費などに投入されてきた。そのため国債発行残高は先進諸国の中でも最悪のペースで激増し、2002年度には528兆円にも及ぶことになった。地方財政の赤字も深刻であり、累積残高は2002年度には195兆円にも及び、国との合計では693兆円に達し、対GDP比では約140%にも及んでいる。しかし嘗てに比べると乗数効果はかなり小さくなり、景気浮揚に結びつくような呼び水効果はあまりなくなってきた。もっとも乗数効果は非常に小さいとはいえゼロではなく、クラウディング・アウトを伴わずに民間貯蓄を政府支出に転換する効果は依然として一部にあるので、財政支出は総需要の落ち込みを食い止める効果を小さくなったとはいえ依然として持っている。

（表9）国債・地方債残高（単位：兆円）

	1992年度	1997年度	2000年度	2001年度	2002年度
国債	224	357	491	514	528
普通国債	178	258	368	392	414
地方債	79	150	181	190	195
重複分	2	15	26	29	30
合計	301	492	646	675	693
対GDP比	62.2%	94.6%	125.9%	134.8%	139.6%

（注1）GDPは、2001年度は実績見込み、2002年度は政府見通し。公債残高は、2002年

度は予算、それ以外は実績。

(注2) 2002年度末では他に財政投融资資金特別会計国債残高は78兆円程度。

(出所) 財務省

総合デフレ対策の不良債権加速処理で短期的にさらにデフレが悪化し、大企業の大型倒産だけでなく中小企業の倒産が増加し、政府及び民間の予測では失業者は02～04年の3年間で65～125万人増えて失業率は6.4～7.2%に上がる懸念がある<sup>(24)</sup>。そこで10兆円規模の大型補正予算を組んで、余り乗数効果がない従来型の公共事業ではなく、新規雇用創出効果のある事業を重点的に支援する形で、なるべく乗数効果が大きい景気対策を打つ必要がある。総合デフレ対策に基づき、政府は創業支援策や雇用支援などの安全網整備に1.5兆円、都市再生や環境などの公共事業に1.5兆円、義務的経費を含めて総額6兆円規模(国債追加は5兆円)の補正予算を組むにとどまった。しかしそのうち約半額は歳入欠陥の穴埋めである。よって穴埋め部分を除く残りは3兆円で、GDPの0.6%ほどにしかならず力不足は否めないで、デフレ圧力を押さえきれずに、03年度はゼロ成長かマイナス成長に落ちる懸念がある。

赤字財政政策は麻薬であり、本来は不況時の一時的な麻醉剤として使うべきものである。ケインズは不況時の赤字を好況時の黒字で相殺するべきことを説いたが、恒常的に赤字を垂れ流してよいとは言っていない。今次不良債権処理のデフレ効果を相殺するために、短期的に財政赤字を拡大することはやむを得ない。大手術であれば麻醉は必要である。デフレ解消の上で肝要なことは、クラウディング・アウトを抑えつつ、赤字財政支出を呼び水効果によって民間投資支出の増加に結びつけ、生産性の向上、実質賃金の上昇、売り上げ増大、企業利潤の増加をもたらすことである。

小泉政権は「多年度税収中立」の考え方を打ち出し、2010年頃にはプライマリー・バランスを回復することを中長期的政策目標としている。わが国財政法のように単年度財政均衡主義を貫徹することは事実上無理であるとしても、中長期的に赤字をなくして均衡財政に戻すべきことは、マネタリストはもちろんケインジアンでも同意する。しかし単なる政治公約としてではなく、米国のグラム・ラドマン法(均衡財政法)のように立法措置によって財政構造改革の中長期的道筋を確定することが、国民特に将来税負担を強要される若年世代の不公平感や将来不安を鎮めて消費を活性化する上で必要である<sup>(25)</sup>。

## 9.5. 年金改革と少子化の歯止め

国民年金や厚生年金などの公的年金では、加入者と事業主(ないし国)が拠出して積み立てた保険料とその運用益の合計である積立基金だけでは受給者の給付を賄えないため、その不足分を若年(現役)世代から老年(退役)世代への世代間移転で賄い、それでも不足する部分は未償却過去勤務債務として累積していく。この制度は前者の積立方式だけでは賄えないので、後者の賦課方式を折衷しており、「修正積立方式」とか「修正賦課方式」とか呼ばれている。積立方式だけなら財政破綻は起きないが、賦課方式を折衷することによって財政破綻を招きやすくなった。賦課方式は、人口構造がピラミッド型で老年(退役)世代が極めて少なく、運用益が十分にあるといった特殊な条件の下でのみ成り立つ硬直的



な制度である。日本では元々積立方式であったが、「福祉元年」と呼ばれた 1973(昭和 48)年から「給付建て(確定給付型: defined benefit)」の賦課方式に比重を移し、それ以降未償却過去勤務債務は累積的に増えてきた。2000 年度末の厚生年金の責任準備金(過去期間に対応した給付原価)は 695 兆円であったが、積立金残高は 143 兆円しかなく、前者から後者を差し引いた年金純債務(未償却過去勤務債務)は実に 552 兆円という膨大な金額に脹れ上がっている。これは財源の裏付けのない債務であり、その負担を将来世代に転嫁し、先送りしてきたのである。

賦課方式は「世代間の相互扶助」とか「世代間の助け合い」とも言われるが、実態は若年世代から老年世代への一方的な世代間移転である。少子高齢化の下ではこの制度は、所得の少ない若年世代ほど多くの負担を転嫁される一方で、将来給付を削られるので、不公平感が強く、彼らの購買力を削減して消費を減退させるだけでなく、勤労意欲を阻害して生産性を低下させる傾向がある。また特に若年世代への家計圧迫効果が強いので、養育意欲を阻害して少子化を加速している懸念もある。とりわけバブル崩壊後では、若年世代の実質賃金の低下、消費性向の低下を招き、全体の消費の伸びも低下している。80 年代には世界最高の労働生産性を誇った日本は、90 年代には低下が目立つようになり、国際競争力順位は 2002 年には 30 位にまで転落している<sup>(26)</sup>。先進諸国の中で日本の合計特殊出生率は 1.34 と最低であり、現役若年世代は最も養育意欲を阻害され、少子化が極めて著しい。このままだと 2050 年の総人口は、国連の長期推計では 7500 万人へと 40 % 以上も減少すると推計されている<sup>(27)</sup>。

これまで年金財政悪化に対して 5 年毎の制度改革で、受給額の減額や受給開始年齢の引き上げなども行ってはきたが、多くは若年世代の保険料負担を上げることで埋め合わせをし、問題を先送りしてきた。その結果世代間の不公平はますます拡大し、若年世代の不満や不信感が増大して、国民年金の保険料納付率は 20 歳代では何と 6 割を下回るほどに低下し、制度の空洞化が進行している。

これに対して完全積立方式では、加入者と事業主(ないし国)が拠出して積み立てた保険料と、その運用益の合計である積立基金の範囲内で、各加入者の受給を行い、世代間移転を強要しないので、未償却過去勤務債務が累積して財政破綻を起こすことはあり得ない。アメリカの企業年金 401K は代表的な「掛金建て(確定拠出型: defined contribution)」の積立方式であり、公的年金でも現行の賦課方式から積立方式に移行するのは、年金財政を均衡化・健全化させる有力な方法である。また厚生年金の比例報酬部分は民営化して完全な積立方式に移行するが、基礎年金(国民年金)は年金純債務が累積しないように確定拠出型とし、積立方式と賦課方式及び税金負担によるハイブリッド(折衷)型にするか、完全な税法式にするかして維持する方法もあり得る。これに対してスウェーデン方式は、保険料を固定する点で確定拠出型であり、年金財政収支を均衡化させるために受給額を自動的に調整するが、保険料収入とその運用益からなる積立基金の範囲内で受給をするという条件を必ずしも満たさない点で完全な積立方式ではなく、ハイブリッド型の性格を有している。完全であれ不完全であれ、いずれかの確定拠出型積立方式のモデルへと移行することによって、未償却過去勤務債務の累積を防ぎ、年金財政の均衡化や健全化を達成するとともに、現役世代へのさまざまな悪影響を除去する必要がある<sup>(28)</sup>。

ただし制度改革によって過去勤務債務の累増を防げたとしても、既にある膨大な過去勤

務債務をどのように償却するかという問題が残る。第一は制度移行を一挙に実施するが、過去勤務債務を国債発行により一括して政府債務としてオンバランス化し、毎年数兆円の元利償却をしていくという方法がある。しかし既に年金純債務は 552 兆円、国債発行残高は 528 兆円もあり、合計で 1 千兆円を超えるので、財政負担はあまりにも大きすぎてほとんど実現不能な方法である。第二はある年度以降の加入者は積立方式の新制度に移行し、従来の制度と併存させるが、従来の過去勤務債務の一部は国債発行でオンバランス化して処理し、残りは受給減額で調整するという方法である。償却方法を二つにした点で、第一の方法よりは財源的に実現可能性はある。第三は時間をかけて段階的に移行を行う方法である。スウェーデン方式のように保険料は現行より段階的に若干引き上げて固定し、残りの大半は受給額の変更で調整し、また一部は国の拠出割合を増やすことで、財源負担を分散すれば、実現可能性は高まる。

厚生労働省は、現在の確定給付型から確定拠出型のスウェーデン方式に移行する厚生年金改革案をまとめ、04 年度には新方式に移行したい予定である。従来の制度改革では、受給率や保険料率を小手先で修正するに留まってきたが、それでは年金財政の悪化を食い止めることはできないことを漸く認識し、確定拠出型への抜本的改革を決断したことに意義がある<sup>(29)</sup>。まずはスウェーデン方式のような実現可能性が高い制度改革を行い、さらに将来の見通しがある程度ついた段階で、報酬比例部分は完全な積立方式へ移行するか、民営化するという二段階戦略で改革を進めることが、フィージブルな戦略であろう。

賦課方式年金により老齢世代を優遇して現役世代特に若年世代を冷遇し、約 550 兆円にも上る年金純債務を若年世代に転嫁するだけでなく、約 700 兆円にも上る膨大な財政赤字を作って若年世代に将来税負担として押し付け、さらには年功序列賃金制により若年世代の賃金を生産への貢献度 = 限界生産力より低く抑えてきた不公平な制度が、若年世代に将来不安や不公平感を抱かせて購買意欲や勤労意欲を阻害し、さらには若年家計を圧迫して養育意欲にも悪影響を及ぼしている。こうした遺物の制度改革・構造改革を断行して、現役世代特に若年世代の購買力や勤労意欲、養育意欲を育み、消費増進、生産性向上、少子化の歯止めを実現する必要がある。将来の担い手であるべき若年世代が、明るい未来の希望を持ってない社会には、活力ある未来はない。

## 9.6. 土地・不動産政策

バブル崩壊以降土地・不動産・株式などの趨勢的価格低下が続き、資産デフレが一向に止まらない。一般デフレは、GDP デフレーターで見て 94 年から、消費者物価指数で見て 97 年から進行しているが、資産デフレはもっと深刻である。ところが日銀をはじめ政策当局は、バブル期の資産インフレが十分に認識できずにこれを放置・加速したばかりか、バブル崩壊後の資産デフレに対しても認識が不十分でこれを 12 年間も阻止できないでおり、その責任は重大である。従来から貸出査定において有担保主義が原則であった日本では、米国など有担保主義に余り頼らない諸国に比較して<sup>(30)</sup>、資産インフレや資産デフレの実体経済への影響は非常に強く作用し、想像以上に実体経済を攪乱してきた。したがって資産インフレや資産デフレが顕著なストック不均衡の時期には、その認識を欠如した通常の財政・金融政策だけでは、フロー均衡を達成する効力はほとんど発揮できない。

そこで有担保主義からできるだけ脱却し、収益力基準で貸出査定ができるように、DCF方式などを導入・確立する一方で、資産デフレの克服に向けて、土地の有効利用や不動産流動化を促すため土地税制を見直すことは、喫緊の課題である。不良債権の間接償却は進んでも直接償却が進まない理由の一つは、不動産流動化が困難なことである。複雑な抵当権が入り組んで絡んでいるため売却しにくかったり、乱開発や虫食い開発により担保物件の買い手がなかなか見つからなかったり、バブル後に不動産課税が重くなったりして、担保不動産の売却は容易ではない。産業再生機構によって複雑な抵当権を一本化する措置を進めたり、総合デフレ対策に盛られた都市再開発との関係で乱開発地を整理して売却しやすくする一方で、不動産の規制緩和や税の軽減化を推進することが必要である。

そこで 2003 年度税制改正では、土地の取得・保有の税負担を軽減するため、特別土地保有税を廃止したり、登録免許税や不動産取得税を軽減する措置を盛り込む方針である。特別土地保有税は 1973 年に土地騰貴を抑制するために制定され、利用予定のない土地を購入した際に 3 % 課税し、その後は毎年 1.4 % 課税する。ただし建物を建てて有効利用すれば猶予・免税される。現在ではこれが土地取引を阻害し、デフレを促す懸念があるので、廃止する方向である。また個人が長期に保有した土地を売却すると掛かる譲渡所得税の税率を、26 % から 20 % に下げること検討する。

また住宅投資の活性化を図るため、住宅取得資金の贈与の非課税枠を現行の 550 万円から 1000 万円に倍増し、生前贈与の対象は 65 歳以上の親から 20 歳以上の子へという年齢制限を、住宅取得資金については撤廃する予定である。さらに不動産の購入時にかかる登録免許税（国税）や不動産取得税（都道府県税）も軽減する方針である。固定資産税（市町村税）は、バブル期の激変緩和策として評価額の 60 ~ 70 % を課税標準額とする仕組みであるため、前年度の課税標準額が新たな評価額の 60 % 未満であれば、たとえ評価額が下落しても課税標準額は段階的に引き上げられる。地価下落を背景に産業界からは軽減を求める声が強まりつつあるが、市町村税収の 45 % を占める主要財源なので市町村の了解は得にくく、総務省も消極的である。

## 9.7. 構造改革と成長トレンド

90 年代以降のデフレ経済の下での景気循環は、弱々しく回復してもすぐ腰砕けで後退するパターンを繰り返し、「回復しても成長なし」という長期停滞トレンドにある。アメリカでは 80 年代にレーガン構造改革の陣痛を経て、8 年連続好況のレーガン景気や 9 年連続好況のクリントン景気のように長期の好況をもたらす強い成長トレンドを実現した。金融市場改革に続いて、安定的通貨供給・大幅な規制緩和・大減税・財政支出削減を四大支柱とするレーガノミクスによって、政府の権力的経済介入を抑制し、民間市場経済の発展ダイナミクスを回復した。1980 年代後半に発生した S&L（貯蓄貸付組合）を中心とする不良債権問題も、89 年に設立された整理信託公社（RTC）による積極的な回収作業を軸として 95 年までには解決され、好況に水を差すには至らなかった。アメリカのような成熟した資本主義経済では、もはや長期の経済成長は不可能と見られていたが、大方の予想に反してレーガン景気とクリントン景気で合計 17 年の長期にわたって力強い経済成長を続けたことは、20 世紀最後の奇跡といえよう。

構造改革を断行して驚異的な V 字回復を遂げたのは、新興工業国では韓国がある。1997 年のアジア通貨危機の伝染効果で、韓国は経常収支が赤字に転落し、外貨準備は底をついて債務不履行の危機を迎えたため、IMF 管理下に入り、翌 1998 年には経済成長率はマイナス 6.7 % と史上最悪に落ち込んだ。金大中政権は IMF 構造調整プログラムを受け入れ、財政支出の削減と金融引き締め政策を断行した上に、金融機関や企業の構造改革に重点的に取り組んだ。30 年以上にわたる政府主導の成長過程で「官治金融」が定着して、財閥企業への過剰融資・投資が行われ、競争原理が蝕まれた。そのため 90 年代からは生産過程で「高費用・低効率」が露呈した。そこで金融機関・企業と政治権力との癒着関係を断ち切るとともに、公的資金を投入しながら経営陣の交代、資産査定に厳格化、大幅リストラなどにより金融再編を行い、4 割以上の不良金融機関を淘汰した。その結果自己資本比率は 97 年の約 7 % から 01 年には約 12 % にも上昇し、不良債権比率は 99 年の約 13 % から 01 年には約 3 % に激減し、金融構造改革が実現した。企業構造改革は財閥改革を中心としながらも、再生可能な企業には金融・財政支援をして再生見込みのない企業は退出させる企業改善制度を導入した。「知識基盤経済」を目指して IT 産業等の中堅・ベンチャー企業には特別優遇措置もとった。電力や通信などの国有基幹企業の民営化も進め、公務員の大幅削減で小さな政府を実現する努力もした。こうした総体的構造改革により韓国経済は驚異的な V 字回復を遂げた<sup>(31)</sup>。

日本ではバブル崩壊後不良債権問題が深刻化してきたが、政府や日銀の対応は後手に回り、有効な対策は打ち出されなかった。アメリカに 23 年も遅れて漸く 1998 年から、金融構造改革を目指す金融ビッグバンが実施されたが、金融・証券税制や土地税制の規制緩和はまだ不十分である<sup>(32)</sup>。日銀は金利コントロールに拘りすぎたため、バブル時にはマネーサプライを過剰にし、それ以降は逆に過小にし、不安定な通貨供給政策はバブルとデフレの重大な誘因となった。規制緩和、減税、財政支出削減も大幅に遅れ、赤字公債発行残高は国と地方で 700 兆円に及び、先進国中最悪となっている。嘗て世界一を誇った企業の生産性は、30 位以下に転落し、ゼロ金利から少しでも金利を引き上げれば倒産が続出するというほど企業の弱体化が進んでいる。これではアメリカのような強い成長トレンドを達成することは到底不可能である。日本が強い成長トレンドを回復させるためには、単なる短期的景気政策では無理であり、疲弊した経済構造を抜本的に蘇生させる中長期的な構造改革が必要である。「構造改革なくして成長なし」という小泉内閣の基本方針は、その意味で正しいといえよう。

雇用対策や中小企業対策など安全網整備によって痛みを緩和しつつも、弱体化した企業・産業を再生させ、制度疲労を煩う従来の制度を「大胆にかつ柔軟に」構造改革していかなければ、弱々しい回復はあっても、強い成長トレンドを取り戻すことはできない。総合デフレ対策と金融再生プログラムで短期的にはデフレは進むが、過剰借入、過剰設備、過剰雇用が整理されて企業の発展活力が再生すれば、次の回復からは徐々にではあるが停滞トレンドを成長トレンドへと上向かせることが期待される。

(注)

(17) 石野(2002)は、デフレ進行のメカニズムとして、2つのルートを挙げている。物価下落が売上高減少、利益圧縮、投資減退、需要減少をもたらすというルートと、物

価下落が期待インフレ率の低下、実質債務の増大、債務者負担の増加、債務弁済、需要減退をもたらす負債デフレというルートである。

(18) 1995(平成7)年度9月期決算以降2002(平成14)年度9月期決算までは、半期データが金融庁から採れるが、それ以前は年度データであるので、補間法により中間決算期のデータを推定した。2002(平成14)年度3月期(2003年3月)決算のデータは、全国銀行協会による。

(19) 間接金融優位の日本では、銀行融資を通じたクレジット・チャネルが政策波及・拡大チャネルとして重要であるが、これが遮断されているため、金融政策の機能低下が起こっていることを、渡辺(2002)は実証的に検証した。

(20) 伊藤(2003)によれば、アメリカ連邦準備制度理事に就任したバーナンケ(前プリンストン大学教授)は、日銀の政策を厳しく批判している。その骨子は、「80年代後半の資産バブルを激化させるのに最も積極的であったのは日銀であった、92~96年まで異常な流動性引き締め政策を実施し、バブル崩壊後の日本経済に一層のダメージを与え、資産デフレをさらに悪化させた、GDPデフレーター上昇率がマイナスで資産デフレの状況下ではゼロ金利政策は効果がないことはフリードマンによって証明済みであり、中央銀行は国債だけでなく多様な資産を購入することによりデフレを克服すべきである。中央銀行の任務は、物価と経済成長率の二つを安定化させることだ。しかし87~96年の日銀の政策はこれら二つの目標を無視している。」

(21) 深尾(2002)は、デフレと財政インフレを阻止する政策手段として、消費者物価上昇率を $1.5\% \pm 1\%$ 程度の物価安定目標(インフレ・ターゲット)を設定し、株価指数連動型上場投資信託(ETF)や不動産投資信託(REIT)などを毎月数兆円規模で日銀が買いオペをすれば、資産価格を上昇させ、デフレ期待を払拭する強い効果をもつという。それでも不足の場合には、現金や金融資産に課税する強力な「マイナス金利政策」により、貯蓄を抑制して消費を刺激すべきだと提案する。

(22) 中原(2002)は、最終目標として名目所得を、操作手段としてマネタリーベースを設定する McCallum(1989)のマッカラム・ルールの応用として、前者として物価水準を、後者としてマネタリーベースを設定する物価安定目標付きマネタリーベース・ターゲティングを位置づけている。マッカラム・ルール自体を適用し、日本でも名目GDPターゲットを採用すべきだと主張する論者には、嶋中(2002)がいる。

なお近年のインフレ・ターゲット論に重要な理論的影響を及ぼした Krugman(1998a, 1998b)のインフレ・ターゲット論は、ここでいうデフレ=物価下落を止めるという意味での「物価安定目標」政策ではなく、総需要の拡大を目的とする「調整インフレ論」であるという違いに注意する必要がある。彼の主張によれば、日本のデフレの原因は供給過多より需要不足であるので、構造改革や財政支出拡大で必要な需要を創出できない現状では、実質金利を下げるのが唯一の有効な政策手段である。しかし名目金利はほぼゼロ金利であるので、インフレ期待を下げるしかなく、そのためには金融政策によってインフレ・ターゲットを追求すべきであるという。

(23) 清水(2003)は、「明確な達成目標とそれが達成できない場合の責任が伴わない限り、独立性の国際基準となっている手段独立性の確立は困難である」と指摘し、中央銀行の独立性や信認を高めるためには責任を負うことが必要であると主張する。

(24) 注の(15)を参照。

(25) 財政法第4条では、「国の歳出は、公債または借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない」と均衡財政主義を謳い、「但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」と、いわゆる「建設国債」の発行を認めているが、一般経費を賄う「赤字国債」の発行は認めていない。そこで毎年「特例法」を定め、特例として赤字国債を発行しているが、財政規律を守るためには、特例を認めないような財政法の厳格な解釈だけでは十分でなく、均衡財政を長期的に維持する仕組み・手続きを明記する改正が必要であろう。

(26) The World Competitiveness Yearbook (IMD International) のデータによる。

(27) 国立社会保障・人口問題研究所の低位推計では、2050年の日本の人口は9200万人であるが、過大推計で外れることが多いので、国連推計を使う方が無難である。原田(2001)の指摘によれば、人口を維持できる水準まで合計特殊出生率を引き上げるためには、子供1人につき月30.5万円の手当が必要である。

(28) 八田・小口(1999, p.29)は、賦課方式は、第一に保険料と給付が見合っていないから労働供給阻害効果を持つ、第二に各世代は人口構成により得る収益率が異なるので不公平である、第三に少子化や高齢化などが将来世代の負担を左右する、第四に保険料と給付が官僚や政治家などにより恣意的に左右され、運用も非効率的となる、と批判する。早くから賦課方式の欠陥を指摘してきた高山(1983)は、「保険錯覚があることをいいことにして、若い世代が『掛け金』のつもりで拠出しているおカネをいっぺんの断りもなくその上の世代が食い散らすような行為は、もう止めにしようではないか」と賦課方式の廃止を主張する。橋木・中居(2002)は、基礎年金の財源は税法式に移行し、報酬比例の厚生年金は少なくとも賦課方式から積立方式に移行し、いずれは廃止するべきであるという。

(29) 小塩(2002)は、厚生労働省の改革案は正しい方向を向いているが、「若年世代ほど不利になるという、現行制度の構造をほとんど変えていない」と批判する。

(30) アメリカでは貸出査定でDCF方式が拡大する一方で、ウェイトが比較的に高い直接金融では実物資産を担保として認める資産担保証券(ABS)や資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)等も増えつつあり、有担保主義が全くなくなる方向にあるわけではない。

(31) 韓国経済のV字回復については、姜(2002)を参照。

(32) エイミックス(2002)は、日本政府の金融危機への対応の遅れは、自民党の政治的影響力の衰退など、その時期の政党政治の不安定性が増大したことを背景にしていると指摘する。

## 参考文献

Fisher, Irving(1933) "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Vol.1, October, pp.337-357.

Krugman, Paul (1998a) "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, No2, 137-203.

Krugman, Paul (1998b) "Japan's Trap", <http://web.mit.edu/krugman/www/>.

McCallum, Bennet (1989) "Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy", 邦訳「金融

- 政策の中間目標、参照指標、及び政策手段」『フィナンシャル・レビュー』第 11 号、大蔵省財政金融研究所、pp.82-107 .
- 石野典 (2002)「デフレ下の金融政策の限界」『商学論纂』中央大学商学研究会、43(2・3) pp.1-17 .
- 伊藤貴 (2003)「FRB の “ 俊英理事 ” が厳しい日銀政策批判」『金融ビジネス』2003.2 月号、pp.74-75 .
- 伊藤隆敏 (2002a)「日本における物価安定数値目標政策の可能性」『フィナンシャル・レビュー』第 64 号、財務省財務総合政策研究所、pp.42-62 .
- 伊藤隆敏 (2002b)「銀行国有化で企業再生は加速する」『週間エコノミスト』2002.12.10 日号、pp.28-29 .
- エイミックス、ジェニファー (2002)「不良債権問題と 1990 年代の日本の金融行政」『社会科学研究』東京大学社会科学研究所、53(2・3) pp.219-241 .
- 大塚耕平 (2002)「日銀株買い取りに規制を、株を買うなら職員の天下りを禁ず」『週間エコノミスト』2002.11.19 日号、p.7 .
- 大村敬一・水上慎士・高橋郁梨 (2002)「我が国金融仲介システムの健全性」『景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー』内閣府、2002.9 月 .
- 小川真人 (2002)「DCF はたんなる引当金算出方法ではない」『金融財政事情』2002.11.8 日号、pp.21-25 .
- 小塩隆士 (2002)「年金制度破綻回避への提言」『週間エコノミスト』2002.12.10 日号、pp.76-79 .
- 姜英之 (2002)「韓国の「驚異の V 字回復」に学べ」『週間エコノミスト』2002.11.19 日号、pp.66-68 .
- 金融ビジネス (2003)「政府主導の大改革へ大銀行国有化は不可避」『金融ビジネス』2003.1 月号、pp.12-15 .
- 嶋中雄二 (2002)「2 ~ 3 年は日本経済「厳冬」の覚悟を」『週間エコノミスト』2002.11.5 日号、pp.33-35 .
- 清水啓典 (2002)「中央銀行の独立性とインフレ目標政策」mimeo.
- 杉井孝 (2002)「企業の再生・育成機能の強化を」『週間エコノミスト』2002.11.8 日号、pp.12-13 .
- 高月昭年 (2002)「戦略性を欠き、項目列举にとどまる金融再生プログラム」『金融財政事情』2002.11.8 日号、pp.30-35 .
- 高橋洋一 (2002a)「引当段階での無税償却拡大は不良債権処理をさらに遅らせる」『金融財政事情』2002.11.8 日号、pp.16-20 .
- 高橋洋一 (2002b)「司法が示した不良債権処理しない頭取は有罪」『週間エコノミスト』2002.11.5 日号、pp.37-39 .
- 高山憲之 (1983)「年金改革再論 - 喜多村悦史氏の反論に答える」『季刊現代経済』第 53 号 .
- 田代正明 (2002)「サービス業界は事業者の数、活動領域ともに急拡大している」『金融財政事情』2002.11.8 日号、pp.26-29 .
- 橘木俊詔・中居良司 (2002)「公的年金の信頼性を回復する制度改革案」『フィナンシャル

- ・レビュー』第 64 号、財務省財務総合政策研究所、pp.181-199 .
- 中原伸之 (2002) 『デフレ下の日本経済と金融政策』東洋経済新報社 .
- 野崎浩成 (2002) 「金融面からの不良債権問題へのアプローチは現行制度のマイナーチェンジで足りる」『金融財政事情』2002.11.8 日号、pp.12-15 .
- 八田達夫・小口登良 (1999) 『年金改革』東洋経済新報社 .
- 原田泰 (2001) 『人口減少の経済学』PHP 研究所 .
- ハバード、グレン (2002) 「日本の銀行改革、新たな希望」『日本経済新聞』2002.10.17 日号 .
- 深尾光洋 (2002) 「デフレ、不良債権問題と金融政策」『フィナンシャル・レビュー』第 64 号、財務省財務総合政策研究所、pp.4-41 .
- 水野和夫 (2003) 「日本経済は「全治 20 年」」『週間エコノミスト』2003.2.11 日号、pp.33-35 .
- 保岡興治 (2003) 「金融改革の ” 通常兵器 ” は揃った」『金融ビジネス』2003.1 月号、p.16 .
- 山田久 (2002) 「総合デフレ対策で加速する失業・賃金デフレ」『週間エコノミスト』2002.11.19 日号、pp.34-35 .
- 渡辺和孝 (2002) 「金融政策の機能低下と銀行」『郵政研究所月報』2002.4 日号、pp.71-80 .